

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 13620131150204

UDC_____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

内幕交易規制強化趨勢研究

Research on the Trend
of Intensifying Regulation on Insider Trading

李逸斯

指導教師姓名: 肖偉 教授

專 業 名 稱: 經濟法學

論文提交日期: 2016 年 月

論文答辯時間: 2016 年 月

學位授予日期: 2016 年 月

答辯委員會主席: _____

評 閱 人: _____

2016 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

2008 年金融危机后，全球范围内对内幕交易的规制呈强化趋势。立法上，美国、欧盟、香港、台湾、日本等法域就内幕交易规制或出台新法案，或对旧法进行修改；执法和司法上，通过各种创新，各法域均加大了对内幕交易的打击力度。本文主体部分共分为三章。

第一章，系统分析了国际强化内幕交易规制趋势的三个主要表现，分别为：监管口径扩大、认定标准显著趋严、监管机构和司法机构查证能力提升。具体而言，包括扩大“证券”定义，将监管范围延伸到新型市场、新型交易和新型品种；把涉及宏观形势的政策法律信息和经济数据等囊括进内幕信息范围，把国会议员和公务人员纳入内幕人范畴，把内幕交易行为扩展到企图、预备、帮助和教唆等环节；逐步扩大监管机构和司法机构调查的权限，环境证据和推定方法被更为广泛地运用，而法院也认可监管机构和司法机构通过新手段获取线索；举报制度、庭外和解制度等制度的完善则给予了监管、司法机构获得直接证据的机会，降低了证明的难度。

第二章，研究内幕交易规制强化趋势产生的原因和实现路径。金融危机的爆发使得内幕交易的负面效应被进一步放大，金融创新背景下内幕交易日趋复杂、隐蔽，是强化趋势产生的两大主要动因。而强化趋势的实现，则是借助于金融商品市场的整合立法，监管机构规则制定权、技术性决策权、争议裁决权的赋予和行使，以及证据规则的实践性创新。

第三章，针对我国内幕交易规制的现实问题，提出相关的完善建议。现行内幕交易规制规则的规制范围不能符合新时期的监管要求，且在内幕消息的相关性和重大性的定位、内幕人的界定、内幕交易行为样态的概括和列举上存在瑕疵。此外，我国举报制度、行政和解制度等规制内幕交易的相关配套制度方兴未艾，但具体规定瑕瑜互见。在国际内幕交易规制强化的大趋势下，借鉴各法域实践的优点，我国应建立规制内幕交易的综合法律体系，厘清“证券”本质及发展趋势，扩充其外延。具体到有关条文上，内幕信息的相关性、

重大性以及内幕人的概念应予清晰定位，进行准确界定，并具体规范建议、帮助、教唆等内幕交易行为样态及其构成要件。同时，加快相关配套制度建设，并通过执法创新等方式提高监管、司法机关的调查与证明能力，从而提升内幕交易规制的实践水平。通过上述完善措施，方能有效地规制内幕交易，维护证券市场秩序，保护投资者的合法权益。

关键词：内幕交易；规制；强化趋势

ABSTRACT

After the catastrophic financial crisis in 2008, there has been a trend of intensifying regulation on insider trading. On one hand, new legislations or amendments to the existing bills on insider trading have been passed in jurisdictions like the U.S., the EU, Hong Kong, Taiwan, Japan, etc. On the other hand, the law enforcement against insider trading has been reinforced by innovations among abovementioned jurisdictions.

The main part of this thesis consists of three chapters.

The first chapter provides the analysis of the three distinct manifestations of the global trend of intensifying regulation on insider trading, namely (1) the broadening of the regulation scope, (2) the application of a much more strict identification criteria, and (3) the enhancement of the proving ability of judiciary and law enforcement agencies. The detailed examples are: (1) broadening the definition of “securities” and regulating behaviors relating to the new markets, new deals and new financial instruments; (2) incorporating the information concerning macro-policies, legislation or macro-economy data or statistics into the range of inside information, incorporating congressmen and public officials into the range of insiders, and incorporating the behaviors of inciting, aiding, abetting and attempting to commit offences into the range of insider-trading patterns; (3) conferring expanding authorities on the investigating agencies, such as the application of circumstantial evidence and presumption of guilt, which would be accepted by the court; and (4) alleviating the difficulties in proving by regulating measures such as the whistleblower program and out-of-court settlement, which shall bring opportunities for judiciary and law enforcement agencies to directly obtain evidence.

The chapter two focuses on the reasons of and methods to realize this trend. The outbreak of the financial crisis amplified the negative impact of the insider trading, while the insider trading turning more and more complex and hidden during the tide

of financial innovations gives more compelling reason to intensifying regulation on insider trading. The realization of such trend depends on the integral legislation on the financial commodity market, the empowerment and the exercise of the authority to make rules and technical standards as well as settle disputes, and making practical innovations in rules of evidence.

The chapter three sheds light on the shortcomings of the insider trading regulation in China, while providing suggestions on the amendments to the Security Law and the Criminal Law related to insider trading. The scope of the regulation in use could not serve the supervision purpose in the new era, and defects exist when it comes to the relevance and materiality of the inside information, the definition of the insider, and patterns as well as elements of insider trading. Meanwhile, supporting system is in the ascendant with advantages and disadvantages. In the trend of intensifying regulation on insider trading, China should build its own uniformed insider trading regulating regime by defining the nature of securities and extend the denotation. For detailed stipulations concerning insider trading, the criteria of the relevance, materiality of the inside information, and the scope of insiders should be well defined, as well as the patterns and elements of insider trading behaviors such as inciting, aiding, abetting and attempting. In practice, judicial and law enforcement agencies should be empowered more specifically. Meanwhile, it should be paid much more attention on the legality and rationality of the new technology application, law enforcement cooperation, enforcement entrustment and extraterritorial supervision. In the coming amendments, the range of admissible evidence should also be broadened. Finally, China should implement and improve the related measures, such as whistleblower program and administrative reconciliation, to regulate insider trading strictly and effectively.

Key Words: Insider Trading, Regulation, Intensifying Trend

目 录

导 言	1
一、问题的提出.....	1
二、相关研究领域的文献综述.....	1
三、研究思路和内容结构.....	7
第一章 内幕交易规制强化趋势的表现	9
第一节 内幕交易监管口径扩大	9
一、多层次资本市场纳入监管范围.....	9
二、监管广泛覆盖各金融工具.....	10
第二节 内幕交易认定标准显著趋严	11
一、内幕信息外延扩张.....	11
二、内幕人范围扩大.....	14
三、信义义务责任基础扩大解释.....	15
四、内幕交易行为样态多元化.....	18
第三节 监管机构和司法机构查证能力提升	20
一、调查权强化.....	20
二、有效证据范围突破.....	22
三、举报人保护和奖励制度完善.....	23
四、跨境合作加强与域外管辖权延伸.....	24
第二章 强化趋势产生的原因和实现路径	28
第一节 强化趋势产生的原因	28
一、金融危机的爆发进一步放大了内幕交易的负面效应.....	28
二、金融创新背景下内幕交易日趋复杂、隐蔽.....	31
第二节 强化趋势的实现路径	32
一、功能性监管理念引发的金融商品市场整合立法浪潮.....	33
二、监管机构权力的广泛授予与技术立法全面深化.....	34
三、内幕交易证据规则的实践性创新.....	36

第三章 强化趋势下我国内幕交易规制的完善	42
第一节 我国内幕交易规制的现实问题	42
一、规制范围不符合新时期的监管要求.....	42
二、内幕信息的相关性、重大性定位不明.....	43
三、内幕人概念内涵模糊.....	44
四、建议、帮助、教唆等内幕交易行为样态及构成要件存疑.....	46
五、配套制度方兴未艾，瑕瑜互见.....	47
第二节 强化趋势下我国内幕交易规制的完善建议	49
一、厘清“证券”本质及发展趋势，扩充其外延.....	49
二、完善相关法律条文的确定性、可操作性.....	51
三、提升内幕交易规制的实践水平.....	55
结 语	58
参考文献	59
致 谢	67

CONTENTS

INTRODUCTION	1
Section 1 Research Question	1
Section 2 Literature Review.....	1
Section 3 Research framework	7
CHAPTER 1 MANIFESTATIONS OF THE TREND OF INTENSIFYING REGULATION ON INSIDER TRADING	9
SUBCHAPTER 1 BROADENING OF THE REGULATION SCOPE	9
Section 1 Incorporating Multi-level Capital Market into the Regulation Range	9
Section 2 Incorporating Various Financial Instruments into the Regulation Range	10
SUBCHAPTER 2 APPLICATION OF A MUCH MORE STRICT IDENTIFICATION CRITERIA	11
Section 1 Extension of the Denotation of Inside Information	11
Section 2 Extension of the Scope of Insiders.....	14
Section 3 Expanding Interpretation of Fiduciary Duty.....	15
Section 4 Diversification of the Insider Trading Patterns.....	18
SUBCHAPTER 3 ENHANCEMENT OF THE PROVING ABILITY OF JUDICIARY AND LAW ENFORCEMENT AGENCIES.....	20
Section 1 Conferring Expanding Authorities on the Investigating Agencies	20
Section 2 Breakthrough in the Admissible Evidence Range	22
Section 3 Improvement of the Whistleblower Protection and Reward Program.....	23
Section 4 Intensification of the Extraterritorial Supervision and Cooperation	24
CHAPTER 2 REASONS OF AND METHODS TO REALIZE THE TREND OF INTENSIFYING REGULATION ON INSIDER TRADING.....	28

SUBCHAPTER 1 REASONS OF AND METHODS TO REALIZE THE TREND OF INTENSIFYING REGULATION ON INSIDER TRADING	28
Section 1 Amplified Negative Impact of the Insider Trading by the Outbreak of the Financial Crisis	28
Section 2 Complex and Hidden Turning of Insider Trading during the Tide of Financial Innovations	31
SUBCHAPTER 2 METHODS TO REALIZE THE TREND OF INTENSIFYING REGULATION ON INSIDER TRADING	32
Section 1 Tide of Integral Legislation on the Financial Commodity Market Initiated by the Functionality Regulation Idea.....	33
Section 2 Wider Empowerment to the Authorities and the Comprehensively Deepening of Technical Legislations.....	34
Section 3 Practical Innovations in Rules of Evidence,	36
CHAPTER 3 PERFECTION TO CHINA'S INSIDER TRADING REGULATION UNDER THE TREND OF INTENSIFYING SUPERVISION	42
SUBCHAPTER 1 SHORTCOMINGS OF CHINA'S INSIDER TRADING REGULATION	42
Section 1 Scope of Regulation Inappropriate for the Supervision Purpose	42
Section 2 Unclear Definition of the Relevance and Materiality of the Inside Information	43
Section 3 Unclear Definition of the Insider	44
Section 4 Insufficient Provisions on the Definition and Elements of the Patterns of Insider Trading Such as Inciting, Aiding, Abetting and Attempting.....	46
Section 5 Supporting Systems in the Ascendant with Advantages and Disadvantages	47
SUBCHAPTER 2 SUGGESTIONS TO THE CHINA'S INSIDER TRADING REGULATIONS UNDER THE INTENSIFYING TREND.....	49
Section 1 Defining the Nature and Development of Securities and Extending the Denotation	49

Section 2 Improvement in the Certainty and Operability of Rules.....	51
Section 3 Practical Enhancement of the Insider Trading Regulation	55
CONCLUSION	58
BIBLIOGRAPHY	59
ACKNOWLEDGEMENT.....	67

厦门大学博士论文摘要库

导 言

一、问题的提出

2008 年金融危机使全球金融市场震荡加剧，给内幕交易行为提供了机会，导致内幕交易案件激增。危机中，内幕交易对市场的破坏作用进一步突显，社会容忍度降至零点，加大对内幕交易的打击力度成为广泛的社会共识。近年来，尤其是 2008 年金融危机爆发后，世界范围内规制内幕交易的法案相继出台，引发了内幕交易认定标准的革新，内幕交易司法、执法实践也不断丰富。与此同时，内幕交易规制理论也得到了极大发展。例如，欧盟长期奉行的“信息平等理论”取代美国以信义义务为基础的内幕交易规制理论，成为世界各法域争相推崇的立法理念。

无论是各法域的立法、司法、执法实践，还是理论上的发展、突破，均显现出强化规制内幕交易的趋势。目前，国内外学界关于内幕交易的研究均限于立法上构成要件的设置，或司法、执法实践中认定与证明问题的讨论。这些研究注意到了内幕交易规制在各个方面的发展，但尚未对这种发展所引发的趋势变迁作出系统性地理论研究、阐述和总结。

各法域拥有不同的法文化和现实，金融市场的发展水平亦各不相同，因此考察国际强化规制内幕交易的趋势，分析其表现、产生原因及路径，总结经验与不足，将有利于认识内幕交易规制的一般规律，辩证地看待强化规制的同与异，从而全面考虑内幕交易规制发展的长期效应、长期目标和理想状态。同时，系统分析我国实践中的优点与不足，将有助于完善我国内幕交易规制体系，促进《证券法》的修改及其与《刑法》、两高《司法解释》、证监会规章等法律法规的衔接、配合。

二、相关研究领域的文献综述

（一）文献回顾

国内外对于内幕交易的研究汗牛充栋，相关研究主要是围绕国内外立法、司法、执法的新变化展开。既有理论上对于内幕交易规制规则的探讨，也有不少文

献从实证角度分析了内幕交易规制的情况及其效果。以下将以法域为标准对研究现状进行阐述。

1. 美国

2008 年金融危机后，美国内幕交易重案、要案高发，《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 以下简称《多德—弗兰克法》)、《禁止利用国会情报交易法》(Stop Trading on Congressional Knowledge Act, 以下简称《STOCK 法》)相继出台。

台湾学者赖英照 (2013) 阐述了美国内幕交易规制基础理论从信义义务理论到盗用理论的发展，并通过对 SEC v. Cuban 案、SEC v. Dorozhko 案这两个金融危机后进行终审判决案件的详细解读，分析了美国在内幕交易规制上“证券欺诈与资讯平等的拔河”。^①

美国研究机构 Morrison Foerster 从 2009 年起，开始编制美国内幕交易年度报告。报告主要从数据统计、立法阐释、典型案例进展评述等方面，描绘美国上一年度的内幕交易规制图景。此外，Morrison Foerster 长期关注美国《多德—弗兰克法》授权美国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission, 以下简称 SEC) 启动特别的举报人计划 (Whistleblower Program) 和内幕交易规制的国际合作。^②

SEC 每年会出台年度报告，汇报、总结本年的工作成果。从中可以查阅到该机构每年查处的内幕交易案件数、没收和处以罚款的金额、最新侦查技术的采用等，且报告会对典型案件的发展进行描述。

大陆学者关于美国内幕交易规制发展也开展了大量的研究，其中，陈彬 (2012) 探析了美国采信窃听证据等内幕交易规制的新发展；^③而李虹 (2012) 则对举报者“罚没款分成”机制进行了研究。^④

2. 欧盟

2014 年 6 月 12 日《反市场滥用条例》和《反市场滥用刑事处罚指令》出台，对包括内幕交易在内的三种市场滥用行为进行了详细而严厉的规定，在内幕交易

^① 赖英照. 证券欺诈与资讯平等的拔河——评美国内线交易法制的发展[J]. 法令月刊, 2013,(12).

^② MORRISON FOERSTER. 2009-2013 Insider Trading Annual Review[R]. New York: Morrison Foerster, 2010-2014.

^③ 陈彬. 由帆船基金内幕交易案看美国内幕交易查处机制的新发展[J]. 中国检察官, 2012,(4).

^④ 李虹. 美国证券违法举报者“罚没款分成”机制及借鉴[J]. 证券市场导报, 2012,(12).

的规制范围、信息披露义务、刑事制裁使用范围、执法权力、跨境合作等方面都有所突破和创新。

大陆学者对于欧盟立法的出台讨论不多，李明良和李虹（2012）在 2012 年法案出台前，对其修订草案进行了述评。^①而境外学者则对欧盟的立法开展了深入研究，除部分机构针对这两部法案本身进行解读外，多数学者均是通过比较法的研究，对比欧盟与其他法域（尤其是美国）在内幕交易规制上的异同。

Marco Ventoruzzo（2014）详细分析了上述两部法案所及规制范围的扩张、内幕信息的界定、监管权的强化、国际合作与信息交换的加强、刑事处罚的普遍适用。同时，探讨了 2014 年欧洲人权法院（the European Court of Human Rights）在 *Grande Stevens v. Italy* 案的判决可能对欧盟成员国行政和刑事处罚并处做法所产生的影响。^②

Edward Greene 和 Olivia Schmid（2013）则从信息泄露人（Tipper）与信息受领人（Tippee）、内幕信息的重大性与明确性、利用或知悉内幕信息标准、刑事处罚标准、信息披露与信息优势等多个方面比较了欧盟（以英国为代表）和美国的立法、司法、执法实践。^③

3.我国香港特别行政区

我国香港特别行政区（以下简称香港）于 2012 年修订了《证券及期货条例》，并于同年颁布了《内幕信息披露指引》。

Hon Kiu Chan、Raymond Siu Yeung Chan 和 John Kong Shan Ho（2013）对《证券及期货条例》的修订做了系统的介绍，主要包括内幕交易的类型和内幕交易的处罚两大方面，涉及信息泄露人与信息受领人、准确性、重大性、非公开性的界定，内幕交易规制机构设置、处罚手段等内容。同时，作者做了大量的实证研究，比较分析了香港准司法和刑事程序下案件的数量、涉案人员、追查情况，内幕交易的类型，内幕交易行为人的身份，内幕交易存在的领域，刑事犯罪定罪量刑考量因素等五方面的实践情况。^④

^① 李明良，李虹. 欧盟市场滥用规制框架修订草案述评——兼论金融犯罪罪责认定的客观化与社会化趋势[J]. 证券市场导报, 2012,(11).

^② VENTORUZZO, MARCO. Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union History and Recent Developments[R]. Italy: ECGI Working Paper Series in Law, 2014.

^③ GREENE, EDWARD & SCHMID, OLIVIA. Duty-Free Insider Trading[J]. Columbia Business Law Review, 2013, (2).

^④ CHAN, HON KIU & CHAN, RAYMOND SIU YEUNG, et al. Enforcement of Insider Trading Law in Hong Kong: What Insights Can We Learn from Recent Convictions[J]. Australian Journal of Corporate Law, 2013, (28).

Arthur Yan (2013) 探讨了香港内幕交易规制制度、执法实践和机构设置。^①

4. 我国台湾地区

我国台湾地区（以下简称台湾）在 2010 年 6 月 2 日“证券交易法”修订中，对规制内幕交易的第 157-1 条进行了重大修改。并于 2010 年 12 月 22 日，对与之配套的“证券交易法第一百五十七条之一第五项及第六项重大消息范围及其公开方式管理办法”进行了修正。

《台大法学论丛》从 2010 年起，刊载学者对台湾“公司法”和“证券交易法”发展和实践的回顾。其中，涉及内幕交易新发展的主要是 2011 年的评述。林仁光（2012）从台湾规制内幕交易立法的修改出发，介绍了台湾“证券交易法”对内幕交易主观要件、行为时点认定、规范客体三方面的修正。^②后续回顾大体沿着这三方面的思路，对台湾实践进行了追踪。

台湾规制内幕交易的司法实践非常丰富，法官对案件的评释成为内幕交易研究的重要内容。例如，林孟皇（2011）借台湾“最高法院”2010 年台上字第 1157 号刑事判决，评析了内幕交易规制的理论基础与重大消息认定。^③刘连煜（2011）则以台中地方法院 2011 年度金诉字第 2 号刑事确定判决为契机，评释了内幕交易行为主体、重大消息、间接正犯、连续犯、民事赔偿等问题。^④

5. 日本

日本 2013 年 6 月 12 日修订了《金融商品交易法》，将内幕交易打击范围扩大，对所有泄露重大、非公开信息的行为予以制裁。

朱大明（2015）全文翻译了日本《金融商品交易法》。^⑤其中第 166 条、第 167 条分别从上市公司和要约收购两个角度对内幕交易予以规制，这是日本不同于中国及其他法域的特色之一。段磊（2014）对新《金融商品交易法》在内幕交易规制方面的新规定进行了梳理，详细阐述了新增的泄露型和建议型内幕交易行为的主体要件、主观要件、客观要件和结果要件，并介绍了内幕交易违法所得计

^① YAN, ARTHUR. Insider Dealing Law in Hong Kong[R]. Hong Kong: Center for Financial Regulation and Economic Development, The Chinese University of Hong Kong, 2013.

^② 林仁光. 2011 年公司法与证券交易法发展回顾：公司治理之强化[J]. 台大法学论丛, 2012,(41S).

^③ 林孟皇. 内线交易的规范理论基础与重大消息认定——评最高法院 99 年台上字第 1157 号刑事判决[J]. 法令月刊, 2011,(9).

^④ 刘连煜. 基于控制关系获悉消息之内线交易——台湾台中地方法院 100 年度金诉字第 2 号刑事确定判决评释[J]. 法令月刊, 2011,(11).

^⑤ 朱大明. 日本金融商品交易法[M]. 北京: 法律出版社, 2015.

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.